

我们已经错过证券化革命了吗？*

Eliran Furman 律师，以色列 Yigal Arnon 律师事务所合伙人



以色列促进证券化联合小组的最终报告于2015年11月12日发布。该报告由多方合作共同完成。其中包括来自以色列银行、证券管理局、税务局、司法部和财政部等部门的代表。联合小组的报告广泛概述了证券化在美国和欧洲作为作为公认和通用金融工具的广泛使用，同时描述了以色列在证券化市场的落后地位及其发展障碍（法律、监管、税收和会计等方面）。该报告明确建议消除这些障碍，并指出需要修改现有相关法律，以便能够在以色列进行证券化交易。该报告甚至还包括一个监管该领域的立法草案。

遗憾的是，到目前为止，该问题尚未得到实质性的改进。尽管2019年初发表的一些文章称关财政部长正打算促进立法，以实现一定形式的证券化（不包括房屋贷款抵押）。除此之外，证券管理局在2019年10月还发表了征求意见文件，意在提高市场参与者对证券化交易好处的认识。然而，障碍仍然存在，以色列的证券化市场仍处于起步阶段。通过阅读证券管理局的征求意见文件，人们可能会认为监管者已经放弃了促进证券化和修改证券化法律。因为该文件中提出的论断之一是，即使不解决现今存在的障碍，我们也可以维持一个公共的证券化市场。话虽如此，该文件还同时指出，根据联合小组的建议，证券管理局认为证券化市场的监管极为重要。

何为证券化交易？

简而言之，在证券化交易中（在英语中该词来源于“证券”一词，在希伯来语中来源于“债券”一词）。将资产从创建它的公司中被剥离出来，并转移到目标公司（特殊目的载体SPV），即实际借款人，以确保贷款的偿还。资产可以是贷款协议或由资产支持的信贷形式（例如房屋贷款或支票贴现）、短期信贷（信用卡债务、租赁付款、递延应收账款）等形式。资产也可以是捆绑的让权利持有者收取其他收取款项的捆绑式权利，例如与特许权使用费相关的权利等。在第一阶段，从资产的成果收成和/或行使资产权益中获利的权利与实际拥有资产的业务风险/或破产风险分开。有了将资产转移到目标公司的机制，目标公司便以获得的信贷用于购买这些资产。这种信用更便宜，因为信用提供者的风险仅限于所购买的特定资产。此外，此交易结构更加灵活，因为它可以选择用于担保贷款的资产的类型可供选择，甚至可以根据类型和质量对其进行分类，从而构建适用于不同资产的不同组分档（分级）。，由此适应不同种类的贷款提供者的需求。

以色列证券化监管为何停滞不前？

很难找出确切原因。人们很容易将监管停滞归咎于不稳定的政治气氛和频繁的竞选运动。这也是为什么财政部长无法成功推进任何立法进程的原因。尽管2019年初有报道说财政部长他正在推广该方面的一门新的法律，但他还是尚未成功推进任何立法的原因。另一方面，我们看到近年来有一些成功实施的改革。如新的破产法重塑了以色列的破产领域，这就是一个很好的例子。人们普遍认为，2007年爆发的全球次级抵押贷款危机导致证券化市场（主要在美国）发生了真正的低迷，；尽管次贷危机对以色列经济的实际影响相对较小，这仍然是以色列经济中的一个令人不寒而栗的因素。该事件，由此导致了一些保守主义态度的产生。尽管次贷危机对以色列经济的实际影响相对较小。促进证券化联合小组的报告明确谈到了这一危机，并建议应从危机及其管理方式中吸取教训。可悲的现实是，无论原因如何，证券化监管从2015年11月报告的发布到现在都没有任何实质性的发展。



发展障碍在哪里？

与以往一样，此类交易的主要障碍存在与法律层面。最显着的是缺乏有组织的法律框架用于定于为证券化交易定义。证券化交易的一个关键要素是把资产所有权转移至目标公司（真实销售）的有效性。除了为证券化资产提供信贷的债权人之外，接受被转移资产的目标公司除了为证券化资产提供信贷的债权人之外没有别的债权人。并且所有被购买的资产及权利都被抵押给债权人。这样可以保证该信贷可以得到与此对应的保障，从而降低借贷风险。由于该问题目前在以色列尚无成文法规，并且在此问题上没有任何实际判例法（现有裁决主要针对保理交易，而不是证券化交易），因此无法确定是否可以把证券化交易定义为销售交易，而不是融资交易。如果该交易被归类为融资交易，则意味着该资产未转移至目标公司，则所有权仍然属于资产转让公司，因此将受到该公司债权人及公司破产风险的影响。

* 该文章于2020年5月发表于《Orech Ha' Din-以色列律师协会评论》第45期

此外，如果将其重新分类为融资交易，则记录在目标公司资产上的留置权可能会失去效力（因为它们不再被视为目标公司所拥有）。尽管国外银行和机构十分乐意在以色列提供这样的信贷，但这种风险对以色列市场上证券化交易的可能性构成了严重的风险。解决方案非常简单，就是法律改革需要进行修改立法，将证券化交易定义为销售交易。

另一个法律障碍是，以色列法律中关于转让或质押尚未建立的“未来权利”能否被转让或质押的可能性方面问题存在不确定性。通过证券化获得的资产有时包括未来的权利和资产（例如当前正在出售，但实际上会在以后创建的贷款或收据）。这种不确定性导致信贷提供者承担风险，因为用于担保信贷的资产将可能会从目标公司的资产池中删被消除。现有法律对证券化交易还有其他一些被限制性的方面，如将某些类型的资产注册为抵押品，以及有关证券化资产公开发行的法规，但是在本文中就不一一赘述了。

有鉴于此，当今以色列存在哪种形式的证券化市场？

在实践中，由于存在着以上所述的种种障碍以及联合小组报告中所述的其他限制，证券化交易零星存在，交易量不大。在该类交易进行的背景中时，通常会是根据律师事务所和法律专家的在评估意见，认为中表示，在该交易的特定情况下，该交易很可能构成销售交易，而不是融资交易。遗憾的是，这些意见是基于现有的判例法，而现有判例法在这个问题上不是很清楚，因此律师和专家的不能毫无保留地给出“清晰”的意见。此外，作为在为解决以色列法律管辖下解决这一残剩的问题的方案，该种交易通常使用国外司法系统作为默认法律体系。与此同时，债权人往往需要采用“多重保障”方法，对转让资产的公司及目标公司的资产注册数量超过实际所需数量的出卖公司的抵押物。尽管前面提到的灵活性使得证券化交易偶有发生，但是在当前的情况下，一个真正的证券化交易市场的存在没有可实践性。



未来将如何发展？

笔者认为证券化贷款的监管是非常重要的，没有理由阻碍其发展，反而应当予以推进。政府不需要投入大量资金。准备工作已经完成，联合工作小组甚至还还草拟了法案草案，作为报告的一部分。因此，继续等待的理由不存在。重要的是，要加强对以色列证券化市场的监管，使以色列国能够与美国和欧洲国家一道加入世界上最先进的经济体，成为允许证券化交易的国家，从而促进提供多种方式提供的信贷，扩大了本地的信贷市场，甚至向

其他外国参与者开放，这样能为当地经济中使用信贷的公司甚至投资者群体带来益处。

原文日期：2020年5月25日

如果有任何本行可协助的地方，请联系 Yigal Arnon & Co. 中国业务团队 Simon Weintraub 律师 (simonw@arnon.co.il)， Daniel Green 律师 (danielg@arnon.co.il)； Micki Shapira 律师 (mickis@arnon.co.il)； Chaya Kong 江日岚顾问 (chayak@arnon.co.il)。